

## 天宇股份(300702)/化学制药

汇兑损失、研发费用影响当期利润,看好2021年沙坦API持续强劲,新品种、CDMO加速放量

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 95.85

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	182.24
流通股本(百万股)	55.03
市价(元)	95.85
市值(百万元)	17466.13
流通市值(百万元)	5274.76

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 天宇股份(300702.SZ)-2020年中报点评:业绩符合预期,API新品种、CDMO、制剂加速储备-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20200825
- 2 天宇股份(300702.SZ)-2020年中报预告点评:业绩持续超预期,API新品种及CDMO值得期待-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20200714
- 3 天宇股份(300702.SZ)-公司点评:发布定增预案,后续API+CDMO项目丰富,增长可期-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20200623

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1466.96	2110.60	2622.37	3186.96	4002.75
增长率 yoy%	23.45%	43.88%	24.25%	21.53%	25.60%
净利润	163.66	585.73	794.68	960.79	1212.47
增长率 yoy%	63.36%	257.89%	35.67%	20.90%	26.20%
每股收益(元)	0.90	3.21	4.36	5.27	6.65
每股现金流量	0.43	2.35	4.01	5.23	6.20
净资产收益率	11.31%	28.75%	28.72%	26.70%	26.04%
P/E	106.72	29.82	21.98	18.18	14.41
PEG	1.68	0.12	0.62	0.87	0.55
P/B	12.08	8.57	6.31	4.85	3.75

备注:截至日期2019/10/22

**投资要点**

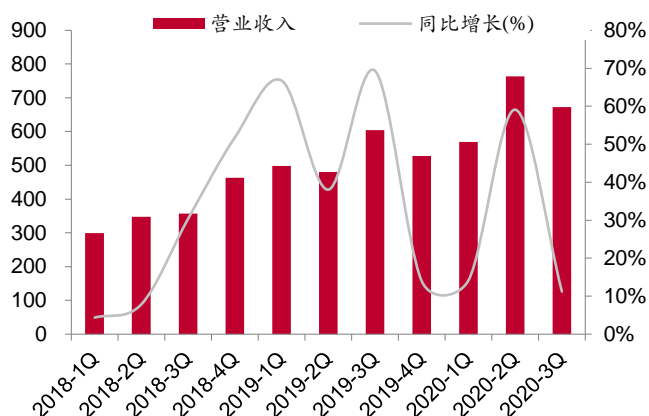
- **事件:**公司发布2020年三季报,实现营业收入20.04亿元,同比增长26.62%,归母净利润5.77亿元,同比增长30.07%;扣非净利润5.47亿元,同比增长25.38%。
- **汇兑损失、研发费用影响Q3当期利润, Q4及2021年增长值得期待。**公司前三季度营收净利润保持快速增长,基本符合预期。**分季度来看:** Q3实现营收6.72亿元(同比+11.17%/环比-11.93%),净利润1.97亿元(+3.35%/-8.45%)。Q3相比Q1、Q2增速有所放缓,我们认为主要有三方面因素: 1) **汇兑损失:**由于三季度人民币升值显著,公司出口导向,产生2000万元左右汇兑损失。 2) **研发投入加大:** Q3公司研发费用支出约5300万元,相较Q1、Q2明显提升(分别为2400和4200万元)。 3) **去年高基数影响:**回顾2019年, Q1-Q4单季度利润分别为1.28、1.26、1.90和1.41亿元,由于二季度末欧盟CEP恢复, Q3销售大幅增长带来单季度业绩脉冲,影响今年同期业绩增速。
  - **展望Q4,我们预计CMO订单有望加速确认, 缙沙坦随着新增客户验证结束进一步放量,全年实现预期内快速增长。**
  - **展望2021年,沙坦类API有望继续强劲,尤其是缙沙坦与奥美沙坦(预计均为原研订单,订单稳定性较强);包括赛洛多辛、孟鲁司特钠在内的API新品种有望快速放量; CMO海外项目陆续商业化,与国内客户的合作逐步进入放量期,有望保持快速增长,公司持续增长仍旧值得期待。**
- **毛利率保持稳定,研发持续增长,汇兑损失带来财务费用增加。**2020年前三季度公司毛利率为54.85%(同比+0.47pp,下同),核心品种沙坦类API及中间体价格保持相对稳定。三项费用中,销售费用率2.22%(+0.44pp);管理费用率13.22%(-0.06pp),研发费用率5.92%;财务费用率0.85%(+0.79%)。其中管理费用率持续下降,研发投入增长显著;人民币升值带来财务费用增加。
- **中国极具竞争力的API独立供应商, CMO及制剂的升级之路加速推进。** 1) 天宇是全球最大的沙坦类原料药供应商之一,品种齐全,规模化生产能力强。沙坦API量价齐升逻辑已得到兑现,行业地位提升。 2) 公司是中国极具竞争力的API独立供应商,具备持续成长动力。原料药沉淀20年,高标准的平台已搭建完毕,品牌效应逐步强化。新品种储备众多,涵盖各类心脑血管慢病领域,后续非常有希望与客户联合申报,直接成为第一供应商,提升行业地位并提高盈利水平。 3) 原料药向CMO及制剂的升级之路加速推进中。CMO项目储备丰富,逐步进入商业化阶段。制剂研发加大投入,已有1个产品申报,预计今年加速,当下转型制剂一体化优势更加凸显。
- **盈利预测与估值:**我们预计2020-2022年营业收入26.22、31.87和40.03亿元,同比增长24.25%、21.53%和25.60%;归母净利润7.95、9.61和12.12亿元,同比增长35.67%、20.90%和26.20%。目前股价对应2020-2022年为22、18、14倍PE,考虑公司所处特色原料药行业长周期崛起,核心沙坦原料药持续快速放量,API新品种、CMO和制剂未来可期,维持“买入”评级。
- **风险提示事件:**环保风险,质量风险,原料药及中间体价格波动的风险,新药研发失败带来订单流失的风险。

图表 1: 分季度财务数据-2020Q3

	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q
营业收入	298.92	347.63	357.10	463.30	498.44	479.77	604.62	527.77	568.79	763.21	672.13
同比增长(%)	4.30%	7.82%	30.35%	51.75%	66.75%	38.01%	69.31%	13.91%	14.11%	59.08%	11.17%
环比增长(%)	-2.09%	16.30%	2.72%	29.74%	7.58%	-3.74%	26.02%	-12.71%	7.77%	34.18%	-11.93%
营业成本	198.92	245.54	197.57	234.24	256.28	212.82	253.01	204.28	273.07	353.60	278.21
毛利率	33.45%	29.37%	44.67%	49.44%	48.58%	55.64%	58.15%	61.29%	51.99%	53.67%	58.61%
销售费用	6.60	5.63	6.85	18.40	8.87	8.74	10.54	15.39	13.65	18.08	12.72
管理费用	44.94	57.33	61.42	74.74	64.18	67.99	78.09	105.71	67.85	96.43	100.71
研发费用	16.69	18.79	19.12	24.86	22.91	26.30	28.95	34.10	24.20	41.53	52.99
财务费用	11.19	-5.74	-3.87	4.87	10.76	-0.65	-9.17	3.80	-3.79	1.42	19.45
利润总额	26.16	18.88	48.99	95.28	151.59	142.98	225.20	164.33	194.19	246.58	226.80
所得税	5.80	-1.33	10.69	10.48	23.43	17.08	34.93	22.94	27.70	31.79	30.17
归母净利润	20.35	20.21	38.30	84.80	128.16	125.90	190.27	141.39	166.49	214.79	196.64
同比增长(%)	-34.66%	-54.29%	24.57%	-	529.73%	522.99%	396.77%	66.74%	29.91%	70.60%	3.35%
环比增长(%)	-443.23%	-0.70%	89.52%	121.41%	51.14%	-1.76%	51.12%	-25.69%	17.75%	29.01%	-8.45%
扣非净利润	13.54	22.01	62.14	80.66	109.46	130.25	196.57	140.13	164.32	207.45	175.27
同比增长(%)	-	-	116.74%	-	708.42%	491.78%	216.33%	73.73%	50.12%	59.27%	-10.84%
环比增长(%)	-364.45%	62.56%	182.33%	29.80%	35.71%	18.99%	50.92%	-28.71%	17.26%	26.25%	-15.51%

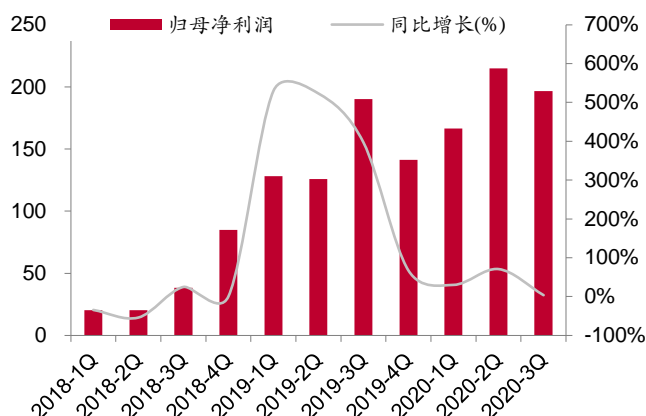
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 分季度营收及增速



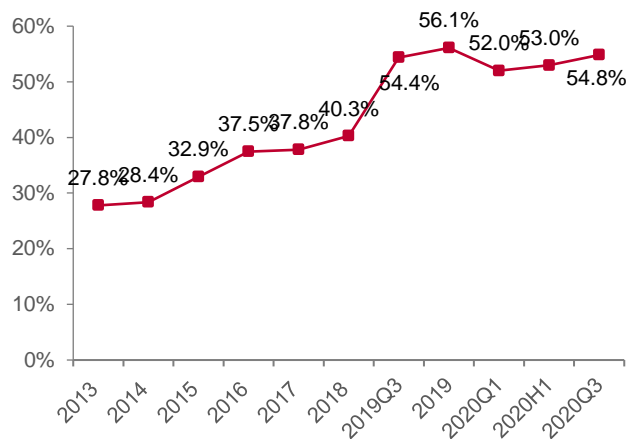
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 分季度归母净利润及增速



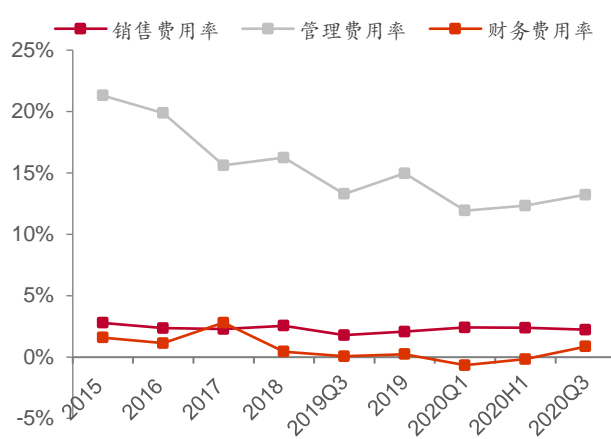
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 毛利率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 三项费用率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 财务数据预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1,480.94	2,292.06	3,283.97	4,574.08	<b>营业收入</b>	2,110.60	2,622.37	3,186.96	4,002.75
现金	142.10	634.41	1,289.87	2,096.01	营业成本	926.40	1,195.65	1,452.79	1,835.60
应收账款	321.83	462.94	556.53	686.76	营业税金及附加	20.71	25.62	30.78	38.91
其他应收款	1.70	3.11	3.67	4.46	营业费用	43.54	55.33	64.06	80.05
预付账款	54.33	54.09	70.42	90.11	管理费用	315.98	300.52	360.13	444.31
存货	871.97	961.96	1,207.23	1,543.04	财务费用	4.75	-8.27	0.95	0.85
其他流动资产	89.02	175.54	156.25	153.69	资产减值损失	-14.75	-3.00	-3.00	-3.00
<b>非流动资产</b>	1,359.28	1,402.83	1,422.26	1,422.76	公允价值变动收益	12.00	-0.04	0.85	2.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-10.72	0.00	0.00	0.00
固定资产	939.68	1,039.96	1,085.87	1,094.04	<b>营业利润</b>	688.31	926.36	1,119.31	1,411.12
无形资产	165.71	174.14	180.44	188.16	营业外收入	0.47	0.50	0.42	0.45
其他非流动资产	253.89	188.74	155.95	140.56	营业外支出	4.68	4.95	5.12	4.99
<b>资产总计</b>	2,840.23	3,694.89	4,706.23	5,996.85	<b>利润总额</b>	684.10	921.91	1,114.60	1,406.58
<b>流动负债</b>	737.30	873.42	1,048.56	1,280.65	所得税	98.38	127.22	153.81	194.11
短期借款	42.35	42.35	42.35	42.35	<b>净利润</b>	585.73	794.68	960.79	1,212.47
应付账款	285.66	380.46	467.69	584.49	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	409.30	450.60	538.53	653.80	<b>归属母公司净利润</b>	585.73	794.68	960.79	1,212.47
<b>非流动负债</b>	65.79	54.33	59.15	59.99	EBITDA	797.38	1,042.54	1,267.41	1,578.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	3.21	4.36	5.27	6.65
其他非流动负债	65.79	54.33	59.15	59.99	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	803.09	927.74	1,107.71	1,340.63	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	182.22	182.22	182.22	182.22	营业收入	43.9%	24.2%	21.5%	25.6%
资本公积	704.30	704.30	704.30	704.30	营业利润	251.6%	34.6%	20.8%	26.1%
留存收益	1,177.09	1,880.67	2,712.05	3,769.77	归属于母公司净利润	257.9%	35.7%	20.9%	26.2%
归属母公司股东权益	2,037.14	2,767.14	3,598.52	4,656.21	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2,840.23	3,694.89	4,706.23	5,996.85	毛利率(%)	56.1%	54.4%	54.4%	54.1%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	27.8%	30.3%	30.1%	30.3%
<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	ROE(%)	28.8%	28.7%	26.7%	26.0%
<b>经营活动现金流</b>	427.84	731.39	952.54	1,130.43	ROIC(%)	29.9%	36.0%	40.6%	46.4%
净利润	585.73	794.68	960.79	1,212.47	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	104.32	124.45	147.16	166.78	资产负债率(%)	28.3%	25.1%	23.5%	22.4%
财务费用	4.75	-8.27	0.95	0.85	净负债比率(%)	6.70%	5.55%	4.73%	3.91%
投资损失	10.72	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.01	2.62	3.13	3.57
营运资金变动	-312.68	-180.79	-168.98	-264.65	速动比率	0.79	1.50	1.95	2.34
其他经营现金流	35.01	1.32	12.63	14.97	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-159.69	-178.01	-168.09	-168.75	总资产周转率	0.77	0.80	0.76	0.75
资本支出	354.10	155.00	155.00	155.00	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	0.00	5.32	-0.89	-0.44	应付账款周转率	3.08	3.59	3.43	3.49
其他投资现金流	194.41	-17.69	-13.98	-14.19	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-468.74	-61.07	-129.00	-155.53	每股收益(最新摊薄)	3.21	4.36	5.27	6.65
短期借款	-431.65	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	2.35	4.01	5.23	6.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	11.18	15.19	19.75	25.55
普通股增加	0.21	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	24.67	0.00	0.00	0.00	P/E	29.82	21.98	18.18	14.41
其他筹资现金流	-61.96	-61.07	-129.00	-155.53	P/B	8.57	6.31	4.85	3.75
<b>现金净增加额</b>	-196.62	492.32	655.46	806.15	EV/EBITDA	22	17	14	11

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。